

סקירה שבועית

נקודות עיקריות:

- דוח האינפלציה של בנק ישראל מגלה: חטיבת המחקר בבנק צופה אינפלציה של 2.5% וריבית סוף שנה ברמה של 3.25%. עם זאת, תחזיות אלו נכתבו טרם העדכון במחירי החשמל. בבנק מודים: "קצב האינפלציה בישראל גבוה יותר מאשר בעולם".
- עוד מדוח האינפלציה של הבנק: צפי לייסוף בשער השקל, על רקע העודף בחשבון השוטף, צפי להתרחבות פער הריביות, וצפי להמשך היחלשות של הדולר בעולם.
- בנק ישראל צפוי להמתין עם העלאות הריבית בחודשים הקרובים, לאור עדכון תחזיות האינפלציה כלפי מטה, אך לשוב ולייקר את הריבית ברבע השני של השנה, במקביל לעליה הצפויה בציפיות האינפלציה, ובמדדי האינפלציה בפועל. ריבית סוף שנה: 2.5%.
- רמת העודף התקציבי בינואר השנה, דומה לזו של שנות הצמיחה 2007 ו-2008.
- למרות התחזקות הדולר בעולם, השקל מוסיף לדשדש כנגדו אך להתחזק כנגד הסל.

מבט על השוק - דסק מסחר

הפחתת תעריפי החשמל ועדכון תחזיות האינפלציה עקב כך, הובילו לירידת תשואות באפיק השקלי בשבוע החולף ולעליית תשואות בחלק הקצר של העקום צמוד המדד.

אפיק ממשלתי שקלי: השבוע שחלף נפתח עם עליות שערים יפות לכל אורכו של עקום התשואות השקלי, וזאת בתגובה לשינוי תחזיות האינפלציה בעקבות הירידה במחירי החשמל, דבר שגרר בעקבותיו צפי לאי שינוי בריבית המקומית בתקופה הקרובה. מימושים בשוקי המניות בעולם, הובילו לירידה בתשואה על אג"ח אמריקאי ל-10 שנים, ירידה שהציתה אף היא את הביקוש לאג"ח השקליים. התקופה האחרונה מוסיפה להיות מאופיינת בחוסר כיוון ברור, מחזורי מסחר נמוכים מאד, ומתאם גבוה לנעשה מעבר לים. שני המדדים השלייליים הצפויים בינואר ובפברואר, עדכון תחזית האינפלציה השנתית כלפי מטה בעקבות ההוזלה במחיר החשמל, סביבת הריבית הנמוכה והמשך מימוש בשוק האמריקאי, הם אלו שעשויים ליצור לחץ לירידת תשואות בטווח הקצר בחלק הבינוני-ארוך של העקום השקלי. מנגד, עליית תשואות בחו"ל ומדדים גבוהים מהמצופה, יגררו את התשואות כלפי מעלה, כך שהשוק נמצא כעת במעין שיווי משקל שברירי.

אפיק ממשלתי צמוד מדד: בשבוע האחרון נרשמה עליית תשואות בחלק הבינוני-ארוך של עקום התשואות הצמוד, תוך ירידה בציפיות האינפלציוניות אל מתחת לרמה של 2.3% בטווחים של עד 5 שנים. הציפייה למדדים שלייליים היא זאת שלחצה את המחירים כלפי מטה בחלק הקצר-בינוני של העקום. להערכתנו, יש לנצל את הירידה בציפיות האינפלציה הנגזרות מהעקומים לרמות של 2.2%-2.3%, על מנת להגדיל פוזיציה בטווחים אלו. החלק הארוך של העקום נמצא בשיווי משקל עם החלק הארוך של העקום הממשלתי השקלי, עם ציפיות של 2.50% בממשלתי שקלי 219, ושל 2.66% בממשלתי שקלי 1026. לשים לב, כי אנו צופים עליה בציפיות האינפלציה בחודשים הקרובים, לאחר שיעברו המדדים השלייליים הקרובים.

אפיק קונצרני: ההנפקות הקונצרניות השבוע נסגרו בתשואות נמוכות יחסית עם ביקושים גדולים. קרנות האג"ח הוסיפו ליהנות מזרימת כספים שהחלה בתחילת השנה, דבר שבא לידי ביטוי בעליות שערים במדדי התל-בונד השונים. התשואות באיגרות החוב המדורגות נמוך ירדו השבוע ושיקפו את רצונם של המשקיעים לחפש תשואה גם במחיר של הגדלת סיכון.

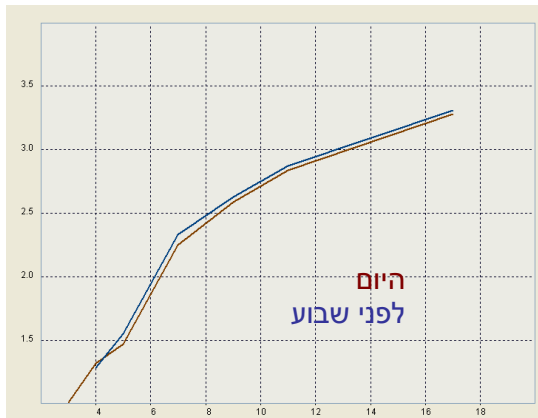
המלצות: באפיק הממשלתי אנו ממליצים על מעבר מהחלק הבינוני השקלי אל החלק הממשלתי הצמוד בציפיות אינפלציוניות נגזרות של 2.2%-2.3%. באפיק הקונצרני אנו חושבים שיש למכור אגרות חוב במרווחים נמוכים של עד 1% במח"מ של 3-5 שנים.

שבוע טוב +

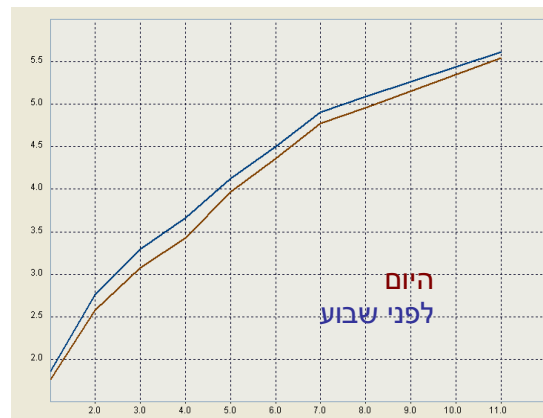
סמך זה הוכן על ידי מחלקת מסחר והמחלקה הכלכלית קבוצת אי.בי.אי... המסמך מבוסס על מידע שדווח לציבור על ידי החברות הנסקרות בו וכן על הערכות ואומדנים, שמטבע הדברים אפשר ויתבררו כחסרים, או בלתי מעודכנים. אשר על כן מופנה המסמך רק למשקיעים מוסדיים מקצועיים כחומר מסייע ואין לקבל על סמך מסמך זה בלבד החלטות השקעה כלשהן. אין במסמך זה ובכל הכלול בו משום ייעוץ או הזמנה לרכוש (או למכור) את ניירות הערך הנזכרים בו, ואין בו משום תחליף לייעוץ המתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. קבוצת אי.בי.אי. לא תהיה אחראית לכל נזק שיגרם, אם יגרם, למאן דהוא, כתוצאה מהסתמכות על מסמך זה. קבוצת אי.בי.אי. מחזיקה עבור לקוחותיה ועבור עצמה את ניירות הערך המסוקרים במסמך זה, סולם או חלקם, והיא עשויה לפעול הן במגמת קנייה והן במגמת מכירה בכל אחד מניירות הערך הנ"ל.

עקומי תשואה

עקום תשואה צמוד מדד



עקום תשואה שקלי



מקור: תוכנת Triple-A

אגרות חוב ממשלתיות

שם האיגרת	הצמדה	מח"מ	תשואה נוכחית	שבוע שעבר	לפני חודש ימים	שינוי שבועי במחירים
שחר 2680	לא צמוד	1.16	1.99	2.06	2.31	0.20%
ממש' 0313	לא צמוד	2.88	3.04	3.26	3.70	0.70%
שחר 2683	לא צמוד	5.20	4.07	4.22	4.48	0.80%
ממש' 0219	לא צמוד	6.98	4.78	4.90	5.03	0.90%
ממש' 1026	לא צמוד	10.90	5.56	5.62	5.65	0.80%

הנפקות קרובות של אגרות חוב ממשלתיות

שם האיגרת	הצמדה	מועד לפדיון	כמות (מיליון ע.ג.)	סוג הקופון	ריבית הקופון	סוג המכרז	מועד הנפקה קרובה
ממש' שקלית 0913	לא צמוד	09/2013	250	שנתי	3.5%	עש"ר	08/02/2010
ממש' שקלית 0115	לא צמוד	01/2015	250	שנתי	4.5%	עש"ר	08/02/2010
ממש' בריבית משתנה 0520	לא צמוד	05/2020	250	רבעוני	משתנה	עש"ר	08/02/2010
ממש' קצרה 17/08/10	לא צמוד	08/2010	250	Zero Coupon		עש"ר	08/02/2010

ב-9/2/2010 יתקיים מכרז החלף באגרות חוב: גליל 5423 וגילון 2303

לוז לפרסום נתוני מקרו			
נושא	גורם מפרסם	תאריך	יום בשבוע*
שכר ממוצע למשרת שכיר - נובמבר 2009 (ב- 13:00)	הלמ"ס	7/2/10	ראשון
מתוך סקירת ההתפתחויות הכלכליות לשליש האחרון של 2009 – תיבה 2	בנק ישראל	7/2/10	ראשון
יתרות מטבע חוץ בבנק ישראל – ינואר 2010	בנק ישראל	8/2/10	שני
פרוטוקול הדיון המוניטרי לחודש פברואר 2010	בנק ישראל	8/2/10	שני
הנפקת אג"ח ממשלתי בסך של 1.0 מיליארד ע.ג.	משרד האוצר	8/2/10	שני
מכרז החלף בגליל 5423 וגילון 2303	משרד האוצר	9/2/10	שלישי
שוק מטבע החוץ בחודש ינואר 2010	בנק ישראל	9/2/10	שלישי
כניסות מבקרים לישראל - ינואר 2010 (ב- 13:00)	הלמ"ס	9/2/10	שלישי
יציאות ישראלים לחו"ל - ינואר 2010 (ב- 13:00)	הלמ"ס	9/2/10	שלישי
סחר החוץ של ישראל - ינואר 2010 (ב- 13:00)	הלמ"ס	10/2/10	רביעי
סקירת ההתפתחויות הכלכליות לשליש האחרון של 2009	בנק ישראל	10/2/10	רביעי
העלויות והמרווחים במגזר השקלי הלא צמוד (12/09) והריבית הממוצעת המשמשת כבסיס לריבית (11/09) ההלוואות החוץ בנקאיות	בנק ישראל	10/2/10	רביעי

* מועד הפרסום עשוי להיות ביום שונה

מה חדש במקרו כלכלה ?

סביבת האינפלציה

מדד חודש ינואר צפוי לרדת ב- 0.3%. אנו שבים ומדגישים, כי מדד חודש ינואר עשוי להפגיע, על רקע השינוי הצפוי במחיר המים. מדד חודש פברואר צפוי אף הוא לרדת ב- 0.3%. מדד זה יושפע מהפחתת תעריף החשמל למשקי הבית במחצית החודש (מחצית מההשפעה תבוא לידי ביטוי במדד חודש מרץ). האינפלציה השנתית צפויה להסתכם בכ- 2.0%.

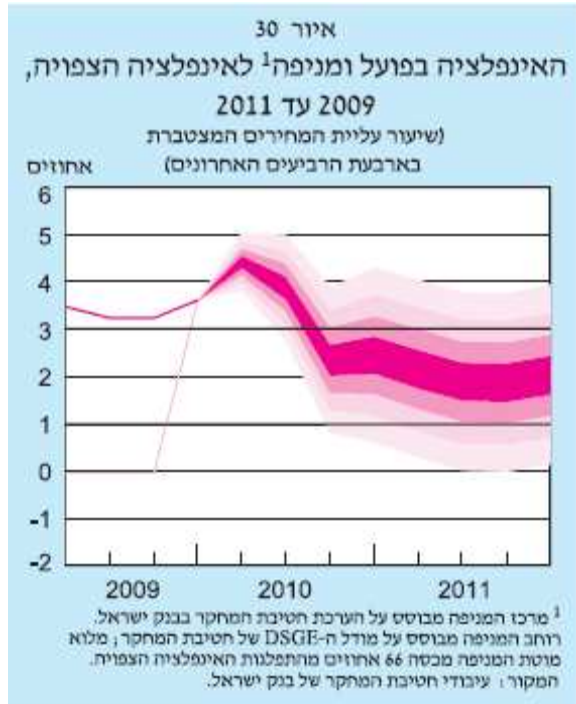
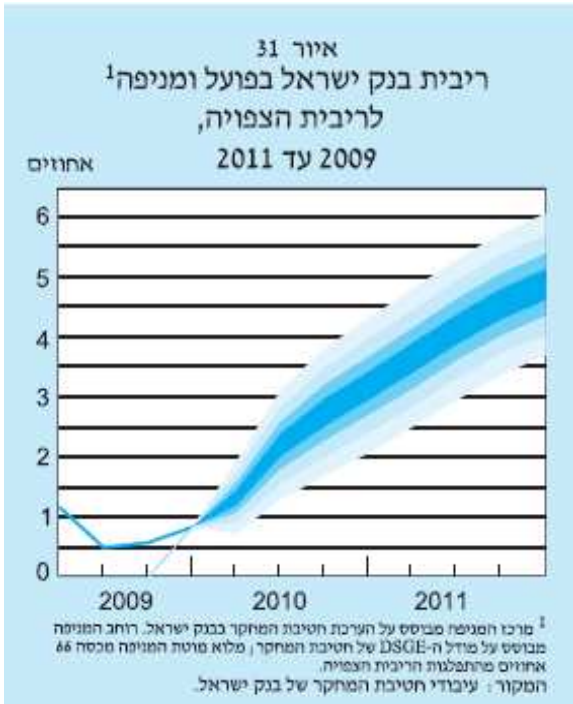
דוח האינפלציה לרבע הרביעי של 2009

בשבוע האחרון פרסם בנק ישראל את דוח האינפלציה לרבע הרביעי של 2009. הדוח, מוגש לממשלה, לכנסת ולציבור, במסגרת הערכת התפתחותה של האינפלציה ביחס ליעד האינפלציה שקובעת הממשלה.

להלן הנקודות העיקריות והחשובות מתוך דוח האינפלציה:

- בשנת 2009 התייקר מדד המחירים לצרכן ב- 3.9%, מעל ליעד האינפלציה, אלא ששיעור זה כולל עליות מחירים זמניות שנבעו מהחלטות הממשלה. בניכוי אלו, עלה המדד בשנת 2009 בשיעור של 2.8%. במהלך הרבע האחרון של 2009, הוסיפו לעלות מחירי הסחורות והנפט בעולם, מגמה שהחלה ברבע השני של השנה, עקב התחדשות הצמיחה העולמית. כתוצאה מכך, מדדי הליבה לא עוד היו נמוכים מהמדדים הכלליים.

- על רקע תחילתה של ההתאוששות, התמתנה השפעתו של פער התוצר לקיזוז עליית המחירים, ביחס לעוצמתה מאז תחילת המשבר (ההדגשים בסקירה זו שלנו – א.נ.). עליות במחירי המזון לקראת סוף השנה, מעלות חשש מפני אינפלציה במשקים המתעוררים. עם זאת, סביבת האינפלציה בעולם עודנה נמוכה, וכן גם הציפיות לגביה, לנוכח פער התוצר הגדול, ובמשקים אחדים, בייחוד ביפן, קיים עדיין חשש מדפלציה.
- קצב האינפלציה בישראל גבוה יותר מאשר בעולם ומשתנים מקרו כלכליים אחרים טובים אף הם בישראל ביחס לעולם (השינוי בהיקף החוב הממשלתי, השינוי בשיעור האבטלה במשק, התאוששות השווקים הפיננסיים וכד'). בשל כך, תהליך התאמת הריבית בישראל לסביבה הכלכלית החדשה, התאפשר מוקדם יותר, בשעה שבמרבית המשקים המובילים העולם תהליך העלאת הריבית צפוי להתחיל רק במחצית השניה של 2010.
- השפעת הסביבה העולמית על המחירים המקומיים: להתפתחויות בכלכלה העולמית השפעות מנוגדות על מדד המחירים לצרכן המקומי: העליה במחירי הסחורות והאנרגיה פועלת לעליית האינפלציה במישרין או בעקיפין (דרך מחירי התשומות המיובאות), ובמידה מתונה יותר, גם השיפור בביקוש העולמי למוצרים כחול לבן, פועל לעליה באינפלציה המקומית. מנגד, הריבית הנמוכה והתרחבות פער הריביות מול ישראל, פועלים להתחזקות השקל, ועקב כך, להתמתנות עליית המחירים המקומית, למרות הירידה בתמסורת בין שער החליפין למדד המחירים לצרכן.
- הסביבה הכלכלית העולמית מצביעה על התרחבות של הפעילות הכלכלית, הודות לצעדי התערבות לא שגרתיים בתחומים המוניטרי, הפיסקלי והפיננסי. עם זאת, קצב הצמיחה השנתי עודנו מתון ונמוך מזה המאפיין יציאה ממיתונים. למרות סימני ההתאוששות, ניכרים גורמי אי הודאות בעת הנוכחית: המשך הרחבה הפיסקלית (החובות הממשלתיים בשיא של כל הזמנים), רפיון בשוק העבודה, מצבם השברירי של בנקים רבים, וכן המשך התמיכה המקרו כלכלית בפעילות, והצהרות קובעי המדיניות על כוונתם לחדול ממנה. רמתן הנמוכה של הריביות בעולם צפויה להישאר בעינה עד לאמצע 2010.
- ברבע השלישי של השנה התגברה ההתאוששות בפעילות הכלכלית המקומית, והאבטלה ירדה מעט. הצמיחה נשענת במידה רבה על הצריכה הפרטית ועל גידול ביצוא, על רקע התרחבות הסחר העולמי. הגידול בביקוש פעל לבלימת התרחבותו של פער התוצר, וכך פחתה השפעתו הממתנת על המחירים. אינדיקטורים מוקדמים לרבע הרביעי של השנה מצביעים על המשך התרחבות של הפעילות הכלכלית. במהלך הרביעי הנסקר נראה כי תהליך היציאה מהמשבר התבסס, וכי המשק יוצא מן המיתון מהר מהצפוי.
- מחירי הנכסים הפיננסיים הוסיפו לעלות ברביעי הרביעי, במקביל לעלייתם בעולם, על רקע צפי להמשך שיפור בפעילות הריאלית מחד, ורמתה הנמוכה של הריבית המקומית מאידך. כן הוסיף להתרחב ברבע זה היקף האשראי החוץ בנקאי, והצטמצם האשראי הבנקאי, בפרט למגזר העסקי.
- במהלך הרבע הנסקר, נעצרה מגמת הייסוף של מדד שער החליפין הנומינלי האפקטיבי, ואף נרשם פחות זמני, זאת למרות עודף בחשבון השוטף ופער ריביות חיובי בין ישראל למדינות אחרות. ברבע זה רכש בנק ישראל מט"ח בסך מצטבר של 1,406 מיליוני דולרים. יש לציין, כי מתחילת השנה התחדשה מגמת הייסוף במדד שער החליפין הנומינלי האפקטיבי (סל מטבעות) – א.נ.
- במהלך הרבע הרביעי של 2009 התבטאה המדיניות המוניטרית בהמשך מעבר מעמדה מרחיבה מאד לעמדה מעט פחות מרחיבה, תוך התאמת ריבית בנק ישראל, בתוואי הדרגתי עולה, לרמה הנדרשת בסביבה הכלכלית החדשה. העלאת הריבית התאפשרה על רקע היחלשות הסיכונים להמשך מיתון והתגברות מה של הכוחות האינפלציוניים, זאת לנוכח הצטברות אינדיקטורים המצביעים על התאוששות משמעותית ומתמשכת, צפי להמשך צמיחה בארץ ובעולם (למרות אי ודאות לגבי עוצמתה והתמדתה), ועליה של האינפלציה בפועל לחלק העליון של תחום היעד (בניכוי התערבות הממשלה). בנוסף נרשמה עליה בציפיות האינפלציה תוך צפי לעליה בריבית.
- תחזיות בנק ישראל (בסוגריים תחזיות IBI): הצמיחה תסתכם ב- 3.5% (3.4%), שיעור האבטלה הממוצע ירד ל- 7.1% (7.2%), פער התוצר השלילי יתחיל להיסגר. שיעור האינפלציה השנתי צפוי להתמתן ולעמוד על 2.5% בעוד שנה (2.0%), זאת במקביל לתהליך הדרגתי של העלאת ריבית בנק ישראל. העודף בחשבון השוטף צפוי להצטמצם לרמה של 3.0 מיליארד דולר, לעומת 7.2 מיליארד דולר (אומדן) ב- 2009 (4.5 מיליארד דולר). גירעון הממשלה והחוב הציבורי ביחס לתוצר צפויים להצטמצם ולעמוד על 3.8 אחוזי תוצר ועל 80 אחוזי תוצר בהתאמה (4.25% ו- 76% בהתאמה).



מקור: בנק ישראל, דו"ח האינפלציה לרבע הרביעי של 2009

על פי הערכות בנק ישראל, האינפלציה צפויה להתמתן השנה, כך שבאמצע השנה, היא תיכנס לתחומי יעד האינפלציה (ראו איור 30 לעיל), ובעוד 12 חודשים, היא תעמוד על 2.5%, מעל למרכז טווח היעד. התמתנות האינפלציה תלווה בתהליך הדרגתי של העלאות ריבית (איור 31), לרמה של 3.25% בסוף השנה.

לשים לב, כי הערכות אלו נכתבו קודם לעדכון תעריפי החשמל, ועדכון תחזיות האינפלציה והריבית בשוק, עקב כך. יש לשער, כי גם המודל של בנק ישראל מצביע על אינפלציה מתונה יותר לאחר השינוי בתעריפי החשמל, ובהתאם גם להתמתנות הצורך בהעלאת ריבית. עם זאת, להערכתנו, התמתנות הציפיות לאינפלציה לא צפויה למנוע את המשך ייקור הריבית המוניטרית, במטרה להביא אותה לרמה "נורמלית" יותר, התואמת את ההתאוששות הכלכלית הריאלית במשק (ראו הרחבה בהמשך).

בהתייחס לשער החליפין: בבנק ישראל מציינים, כי ב-2010 צפוי עודף בחשבון השוטף של 3 מיליארד דולר, אשר לצד היחלשותו של הדולר בעולם, צפוי לתמוך במגמה של ייסוף שער החליפין האפקטיבי. לחצים נוספים לייסוף השקל צפויים עקב ההתרחבות הצפויה של פער הריביות של ישראל מול המשקים המובילים, עקב העלאות ריבית מוקדמות יותר בישראל. יש להניח כי תחזית זו נכתבה לפני שהתגברו לאחרונה החששות מפני חדלות פירעון במדינות אירופה שונות, אשר הביאו להתחזקות של הדולר בעולם, על פני היחלשותו, כפי שחוזים בבנק ישראל.

בהתייחסות לגורמי הסיכון העיקריים לתחזית זו מציינים בבנק ישראל את המשך עליית רכיב הדיר במדד המחירים לצרכן בשיעורים גבוהים, והתאוששות מהירה של העולם מן המשבר הפיננסי, שתבוא לידי ביטוי בהתרחבות מהירה יותר של הסחר העולמי, ובשל כך של היצוא הישראלי, בעליית ריביות הבנקים המרכזיים עוד השנה, ובהתחדשות העלייה המואצת במחירי הסחורות, ובפרט הנפט. מאחר והתמתנות הפעילות הכלכלית המקומית נבעה בעיקר מהשפעות "מיובאות", ולא מגורמים פנימיים, סביר שתרחיש של התאוששות מהירה בפעילות הכלכלית העולמית, יביא לסגירה מהירה יותר של פער התוצר, ולהגברות לחצי האינפלציה במשק.

כנגד אלו, גורמי הסיכון העיקריים להתמתנות האינפלציה במשק בקצב מהיר משנחזה לעיל, ואף לירידתה לעבר הגבול התחתון של יעד יציבות המחירים, הם החרפה של המצב הכלכלי העולמי (התממשות תרחיש W), ייסוף משמעותי בשער החליפין, שירסן את האינפלציה דרך מחירי היבוא, ותיקון מהיר ומשמעותי של העלאות המסים וההיטלים של הממשלה, אשר תרמו בשנת 2009 מעל לאחוז לאינפלציה השנתית. ביטול עליות אלו (למשל על ידי הפחתת המע"מ, וביטול ייקור המים), יביאו במישרין לירידת מחירים במשק.

בהתייחסות נפרדת (בתיבה) לציפיות האינפלציה ולמידת היותן מושפעות מהמדיניות המוניטרית מציינים בבנק ישראל, כי התממשות של שינוי מדיניות שנחזה, אינה משפיעה על הציפיות לאינפלציה, שכן הוא מגולם בהן. משמע, שנקיטת מדיניות הזזה למדיניות החזויה, אינה גורמת לשינוי הציפיות לאינפלציה, ולכן מדיניות כזאת מתאימה למצבים בהם הציפיות לאינפלציה מצויות בתוך היעד, ובנק ישראל מעוניין לשמר אותן כך. עוד עולה, כי הסימן של מקדם הפתעה בהחלטות הריבית של בנק ישראל הינו שלילי ומובהק, כצפוי, כלומר, שיש קשר שלילי בין הפתעה בהחלטת הריבית לבין השינוי בציפיות האינפלציה. העלאת (הפחתת) ריבית גדולה מזו שנחזתה בנקודת אחוז, תורמת לירידת (עליית) הציפיות לאינפלציה בשיעור של כ- 0.4%.

אז מה ניתן ללמוד מהסקירה הנ"ל ?

ההתייחסות אל כלכלת ישראל מלווה במונחים ובמשפטים הבאים: צמצום פער התוצר. קצב האינפלציה בישראל גבוה יותר מאשר בעולם. משתנים מקרו כלכליים אחרים טובים אף הם בישראל ביחס לעולם. ברבע השלישי התגברה ההתאוששות בפעילות הכלכלית המקומית, והאבטלה ירדה מעט. אינדיקטורים מוקדמים לרבע הרביעי מצביעים על המשך התרחבות של הפעילות הכלכלית. במהלך הרביעי הנסקר נראה כי תהליך היציאה מהמשבר התבסס וכי המשק יוצא מהמיתון מהר מהצפוי. נחלשו הסיכונים להמשך מיתון. הצטברו אינדיקטורים המצביעים על התאוששות משמעותית ומתמשכת. וכד'.

ההתייחסות אל הכלכלה העולמית מלווה במונחים ובמשפטים הבאים: סביבת האינפלציה בעולם עודנה נמוכה, ובמשקים אחדים קיים עדיין חשש מפני דפלציה. במרבית המשקים המובילים בעולם תהליך העלאת הריבית צפוי להתחיל רק במחצית השנייה של 2010. קצב הצמיחה השנתי עודנו מתון ונמוך מזה המאפיין יציאה ממייתונים. ניכרים גורמי אי ודאות שונים.

במילים אחרות, המשק הישראלי מבסס את היציאה מהמיתון בקצב מהיר, בעוד בעולם קיים עדיין ספק לגבי מידת היציבות של המגמה הנוכחית ובודאי שלגבי קצב ההתאוששות, על רקע גורמי הסיכון (חובות גדולים, השפעת השינוי במדיניות על הכלכלה, מצב מערכת הבנקאות, שוק העבודה ועוד).

אין ספק כי דיכוטומיה זו מקשה על ניהול המדיניות המוניטרית, שכן הניסיון למנוע עליה באינפלציה באמצעות העלאת ריבית, עשוי לחזור אל המשק כבומרנג, שכן על רקע העדר סימנים דומים במשקים המפותחים בעולם, הריבית שם צפויה להישאר ללא שינוי לפחות עד מחצית השנה, והגידול בפער הריביות עשוי לפעול לייסוף נוסף בשער השקל, מהלך שיביא לפגיעה בקטר הצמיחה של המשק – היצוא.

בנוסף, דיכוטומיה זו אינה יכולה להתקיים לאורך זמן, בשל התלות הקיימת בין הכלכלה המקומית לבינ"ל דרך היצוא הישראלי, ועל כן אחת מהשניים, או שהכלכלה העולמית תתחיל להתאושש בקצב מהיר יותר, דבר שיוביל לעליית ריבית בארה"ב, ואז החשש מפני התרחבות פער הריביות יעלם, או שהכלכלה הישראלית תאט מרוצתה – או אז, לא יהיה צורך להעלות את הריבית. אלא שלאור נתוני הכלכלה המשופרים נכון להיום - האם יכול הנגיד להרשות לעצמו להמתין ולא להעלות את הריבית במשך בחודשים הקרובים? - תשובה בפסקה הבאה.

ריבית בנק ישראל - ללא שינוי בחודשים קרובים, אך תתייקר בהמשך השנה

בסקירה מהשבוע שעבר עדכנו, כי הירידה במחירי החשמל למשקי הבית, צפויה למתן את האינפלציה הצפויה השנה, ועדכנו את תחזית האינפלציה שלנו לשנת 2010 ל-2.0%, על רקע השפעות ישירות של הירידה בתעריף החשמל למשקי הבית על המדד, ועל רקע השפעה עקיפה, בשל היות החשמל תשומת ייצור משמעותית, ולאור הירידה החדה עוד יותר בתעריף החשמל למגזר העסקי.

על רקע עדכון תחזית האינפלציה, אנו מעדכנים אף את התחזית שלנו לריבית בסוף השנה לרמה של 2.5%.

תוואי הריבית: הירידה בתחזיות האינפלציה של החזאים (וסביר כי גם בבנק ישראל), ובציפיות האינפלציה הנגזרות משוק ההון, בעקבות עדכון תעריפי החשמל, צפויה להפחית את הלחץ בו היה נתון הבנק המרכזי להעלות ריבית בטווח קצר, מהלך שיאפשר לנגיד להמתין מספר חודשים לפני שישב ויעלה את הריבית במשק.

עם זאת, אנו מוסיפים להעריך, כי הריבית תשוב להתייקר בהמשך השנה. להערכתנו, בחודשים הקרובים תתחדש מגמת העלייה בציפיות האינפלציה ל-12 חודשים קדימה, על רקע יציאתם מהמדידה של מדדי תחילת השנה שהושפעו מגורמים חד פעמיים כגון הפחתה במחירי החשמל, הפחתת המע"מ ועוד, וכניסתם למדידה של מדדי תחילת 2011, אשר צפויים להיות גבוהים יותר¹.

¹ במדד ינואר 2011 צפוי ייקור נוסף בשיעור של 2.0% במחירי המים במשק.

אנו מעריכים כי שילוב של מדדי אינפלציה גבוהים יותר (עונתית) החל מחודש אפריל עם התבססות ציפיות האינפלציה מעל לרמת ה- 2.5% ברבע השני של השנה, יוביל לעליה נוספת בריבית בנק ישראל, ברבע זה.

העודף התקציבי בינואר 2010 דומה לזה שבשנות הצמיחה 2007 ו- 2008

על פי אומדני האוצר, בחודש ינואר 2010 נרשם עודף תקציבי של 3.8 מיליארד ש"ח, כתוצאה מעודף מקומי של 4.1 מיליארד ש"ח בפעילות המקומית, וגירעון של 0.3 מיליארד ש"ח בפעילות בחו"ל.

נתוני חודש ינואר מפתיעים בעיקר בבחינת הכנסות המדינה ממסים, אשר עלו לרמה של 17.2 מיליארד ש"ח, המהווה 9.4% מהתקציב.

בפעילות המימונית של הממשלה היה גיוס הון נטו שלילי בהיקף כולל של כ- 2.9 מיליארד ש"ח (עודף פדיון), בנוסף, היו לממשלה תקבולי הפרטה בגובה של 435 מיליון ש"ח (בגין מכירת נתח מאחזקות המדינה בבנק דיסקונט). מאחר והעודף התקציבי גבוה מהיקף המימון השלילי, נרשמה עליה של 2.0 מיליארד ש"ח ביתרות הממשלה בבנקים, לרמה של 24.9 מיליארד ש"ח.

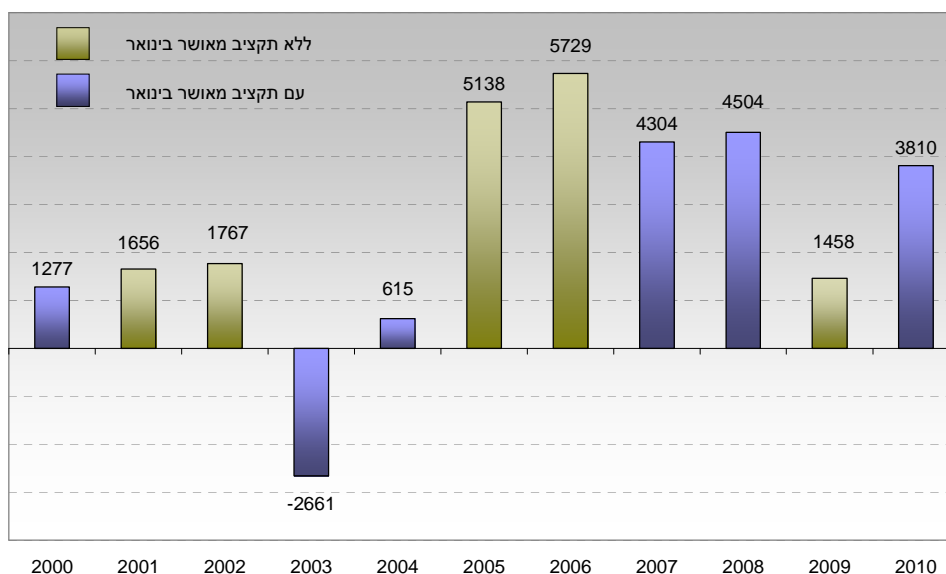
עודף תקציבי כסמן למיתון/צמיחה במשק

עודף תקציבי הינו אופייני לחודש ינואר, על רקע הוצאה עונתית נמוכה. עם זאת, בגרף שבהמשך ניתן לראות, כי קיימת שונות בין השנים בבחינת היקף העודף התקציבי. הסיבה לכך נעוצה בכך, שבמשק הישראלי קורה לא פעם, שחודש ינואר מאופיין בהעדר תקציב מאושר². השנה, על רקע אישור תקציב לשנתיים ימים גם יחד (2009 ו- 2010) לא נאלצנו להתמודד עם רמת הוצאות מרוסנת, ועדיין, על פי נתוני האוצר, רמת ההוצאות בינואר היתה נמוכה מעט מהמתוכנן (14.3 מיליארד ש"ח - 5.6% מהתקציב), זאת למרות שרמת ההוצאות של משרדי הממשלה היתה מעט גבוהה מהרמה הממוצעת בחודשי ינואר בשנים קודמות. יתכן כי הדבר נובע מהקדמת הוצאות מחודש זה לדצמבר 2009.

הכנסות המדינה ממסים, לעומת זאת, גבוהות בהשוואה לחזוי או להיקפן לפני שנה (17.2 מיליארד ש"ח לעומת 14.2 מיליארד ש"ח אשתקד). במשרד האוצר מציינים, כי רמת הכנסות המדינה ממסים בינואר השנה, מזכירה את הרמות הנומינליות של חודשי ינואר בשנים 2007 ו- 2008.

אם נשווה את נתון הגירעון בינואר השנה לזה שבשנים בהן היה תקציב מאושר (ראו גרף להלן) נוכל לראות, כי בשנים של צמיחה כלכלית, בהן נרשמת רמת הכנסות גבוהה בתקציב, נרשם עודף תקציבי גדול בחודש ינואר (ראו 2007 ו- 2008), בעוד בשנים של מיתון כלכלי או של רמת פעילות כלכלית ממותנת, רמת הכנסות נמוכה יצרה עודף תקציבי נמוך בהיקפו בסיכומו של החודש, או אף גירעון תקציבי (ראו 2003).

עודף (+) / גירעון (-) ללא אשראי נטו בחודשי ינואר, במיליוני ש"ח



מקור נתונים: משרד האוצר, החשב הכללי ועיבודי אי.בי.אי.

רמת העודף התקציבי בינואר השנה, דומה לזה של שנות הצמיחה 2007 ו-2008.

נתונים אלו תומכים בהערכות שלנו לפיהן, הגירעון התקציבי השנה יהיה נמוך מהיעד ויעמוד על 4.25 אחוזי תוצר, נמוך מתקרת הגירעון שנקבעה לשנת 2010 (5.5 אחוזי תוצר).

סיכום מדדי האג"ח לחודש פברואר ומתחילת השנה

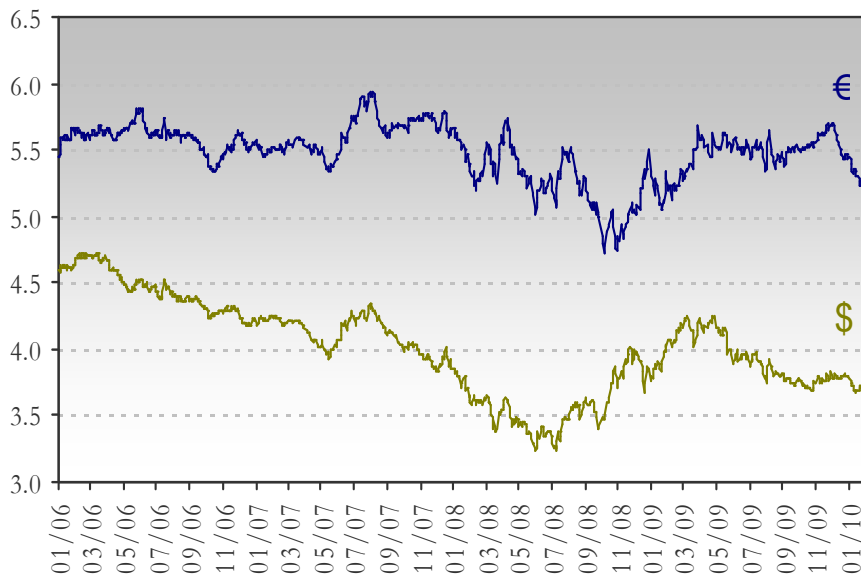
להלן סיכום מדדי האג"ח לחודש פברואר ומתחילת השנה ל-4 בפברואר 2010.

02/10 MTD	2010 YTD		02/10 MTD	2010 YTD	
0.09%	0.93%	מדד אג"ח ממשלתי צ. מדד	0.41%	1.89%	מדד אג"ח כללי
-0.17%	-0.34%	מדד אג"ח צ. מדד 2-0	0.27%	1.30%	מדד אג"ח ממשלתי
-0.01%	0.83%	מדד אג"ח צ. מדד 5-2	0.36%	1.57%	מדד אג"ח ממשלתי לא צמוד
0.17%	1.43%	מדד אג"ח צ. מדד 7-5	0.46%	2.13%	מדד אג"ח לא צמוד ר. קבועה
0.30%	1.53%	מדד אג"ח צ. מדד 10-7	0.08%	-0.11%	מדד אג"ח לא צמוד ר. משתנה
0.61%	2.74%	מדד אג"ח כללי קונצרני	0.11%	0.48%	מדד אג"ח לא צמוד 2-0
0.80%	3.75%	מדד אג"ח קונצרני צ. מדד	0.43%	2.17%	מדד אג"ח לא צמוד 5-2
0.65%	2.93%	מדד תל בונד-20	0.56%	2.56%	מדד אג"ח לא צמוד +5
1.27%	3.82%	מדד תל בונד-40	0.00%	0.05%	מדד גילון 5-0
0.94%	3.31%	מדד תל בונד-60	0.04%	0.27%	מדד מק"מ

מקור: הבורסה לניירות ערך

שער חליפין

התפתחות שער השקל מול הדולר והאירו



נתונים: בנק ישראל ועיבודי IBI

² בחמש מתוך אחד עשר השנים האחרונות, פעל המשק הישראלי ללא תקציב מאושר בחודש ינואר. השנים בהן פעל המשק ללא תקציב מאושר הינן: 2001, 2002, 2005, 2006, 2009.

מטבעות						
שער המטבע	שער יציג ליום ו' האחרון	שיעור שינוי שבועי	שיעור שינוי חודשי*	שיעור שינוי ממועד החלטת הריבית האחרונה (25/1)	שיעור שינוי מתחילת השנה	שיעור שינוי בשנה האחרונה
שקל/דולר	3.7470	0.62%	0.29%	0.67%	-0.74%	-7.87%
שקל/ליש"ט	5.8790	-2.37%	-1.72%	-2.13%	-3.80%	-1.04%
שקל/אירו	5.1313	-1.44%	-4.79%	-2.68%	-5.70%	-1.63%
שקל/סל** אפקטיבי-מדד ³	89.645	-0.52%	-2.21%	-1.07%	-2.94%	-2.70%

* 5 בפברואר 2010 בהשוואה ל- 5 בינואר 2010

** שער החליפין הנומינלי האפקטיבי של השקל/סל: ממוצע גיאומטרי של שער החליפין של השקל מול 28 מטבעות, המייצגים 38 מדינות - שותפות הסחר העיקריות עם ישראל על פי משקלן.

היורו מוסיף להיחלש כנגד הדולר, השקל מוסיף לדשדש כנגד הדולר אך להתחזק כנגד הסל

בשבוע האחרון נמשכה המגמה עליה הצבענו בשבוע שעבר – הדולר הוסיף להתחזק כנגד האירו, תוך שהוא רושם שיא חדש של 1.3678 דולר לאירו, לאחר שהגיע לשפל של 1.5134 דולר לאירו ב- 25 לנובמבר 2009, ולאחר שנסחר ברמה של 1.3863 דולר לאירו אך לפני שבוע ימים.

מסעו של הדולר כנגד האירו בחודשים האחרונים



מקור: Bloomberg

בשבוע האחרון הוסיף להשפיע על הסחר במטבעות החשש מפני ההתפתחויות המקרו כלכליות במשקים שונים באירופה (יוון, ספרד, פורטוגל, איטליה, אירלנד), על רקע גרעון תקציבי גדול במדינות אלו, שיאלץ אותן לנקוט בצעדים שעלולים לפגוע בהתאוששות השברירית של כלכלת גוש האירו. המשקיעים בחרו לממש החזקות במניות ובסחורות ולהתבצר בדולר כהגנה מפני הסיכון, כאשר נתונים טובים יחסית מארה"ב (עליה במדד מנהלי הרכש של התעשייה ושל השירותים, שיפור נוסף בפריון העבודה, עליה מעל לחזוי בהזמנות ממפעלים, וירידה בלתי צפויה בשיעור האבטלה) תמכו בהעדפת המטבע האמריקאי על פני המטבע האירופאי.

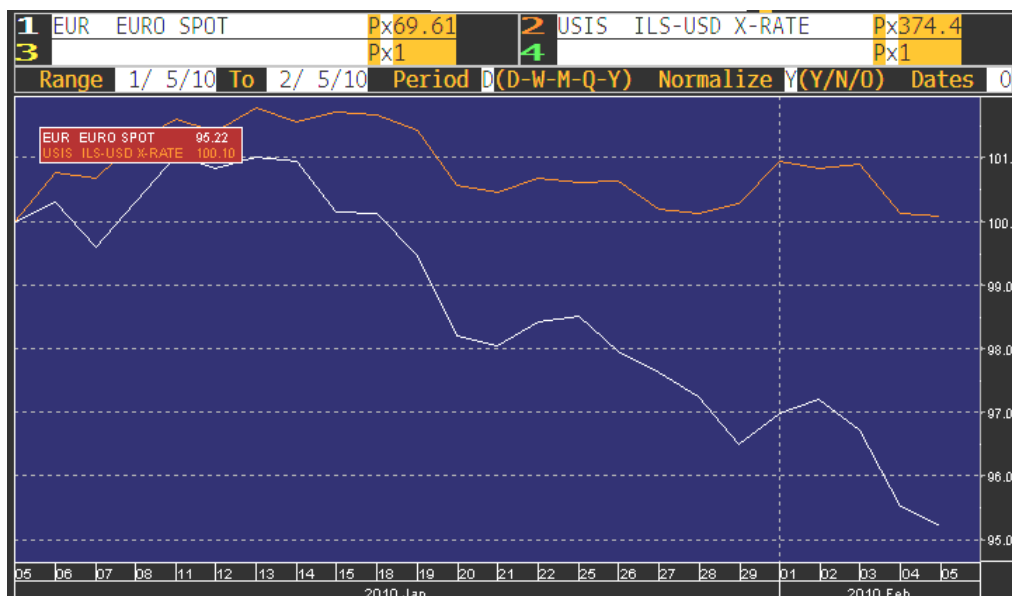
³ משקל המטבעות בסל: יורו (32.55%), דולר אמריקאי (24.79%), יואן סיני (5.65%), ליש"ט (5.20%), לירה טורקית (3.87%), יין יפני (3.53%), פרנק שוויצרי (3.22%), ו-21 מטבעות נוספים (21.19%).

הזהרת סוכנות דירוג האשראי מודיס, כי דירוגה המושלם של ארה"ב מצוי בסכנה, באם יתברר כי קצב ההתאוששות מהמיתון הכלכלי מתון משנחזה קודם לכן, דבר שצפוי להוביל לגידול נוסף במצבת החובות של המדינה, לא הצליחה להפוך את מגמת התחזקות הדולר על כנה, ונראה כי בשוק מעריכים, כי הסיכון שמדינות אירופה לא ישלמו את חובן גדול מהסיכון שארה"ב לא תשלם את חובותיה.

שוק שקל-מט"ח: השבוע התחזק הדולר גם כנגד השקל, אך בשיעור נמוך, ולמעשה השקל מוסיף להצביע על יציבות ביחס לדולר כבר תקופה ארוכה, תוך שהוא נע בטווח מחירים מצומצם. מנתחים טכניים מתייחסים לכך כאל דשדוש, ופריצה של הדשדוש לכיוון זה או אחר, תסמן את הכיוון של המטבע בעתיד הקרוב. בינתיים ממתנינים הטכנאים לראות האם יצליח צמד המטבעות שקל/דולר לפרוץ את רמת ה- 3.75 כלפי מעלה, או לחילופין, לפרוץ את רמת התמיכה 3.70 ש"ח כלפי מטה, ולהישאר שם.

בחודש האחרון נחלש היורו בשיעור של 4.78% כנגד הדולר, בעוד השקל נותר יציב כנגד הדולר בתוך טווח מחירים נתון (ראו גרף להלן).

היורו נחלש כנגד הדולר – השקל נותר יציב



מקור: Bloomberg

עם זאת, השקל לא נוצר יציב כנגד האירו והליש"ט (ראו טבלה בעמוד קודם). בחודש האחרון נחלשה הליש"ט כנגד השקל בשיעור של 1.72%, בעוד האירו נחלש בשיעור של 4.79%. כך, למרות הדשדוש הנצפה בשקל כנגד הדולר (פוחת ב-0.26% בחודש האחרון), סל המטבעות האפקטיבי נחלש בחודש האחרון כנגד השקל ב- 2.21%, ומתחילת השנה ב- 2.94%.

בסיכומו של השבוע, התחזק הדולר כנגד מרבית המטבעות העיקריים. הליש"ט נחלשה ב- 3.08%, הדולר האוסטרלי ב- 2.93%, הפורונט ההונגרי ב- 2.78%, הזלוטי הפולני ב- 2.52%, הראנד הדרום אפריקני ב- 2.44%, הדולר הניזילנדי ב- 2.18%, הלירה הטורקית ב- 2.13%, היורו ב- 2.1%, הפרנק השוויצרי ב- 1.90%, הפיזו המכסיקני ב- 0.57%, הדולר הקנדי ב- 0.5%, והשקל הישראלי ב- 0.26% (בהתבסס על נתוני בלומברג, ולא על המחירים היציגים). הין היפני היה מבין המטבעות הבוודדים שהתחזקו בשבוע האחרון כנגד הדולר בשיעור של 0.75%.

השקעות תושבי חוץ בישראל ותושבי ישראל בחו"ל

בשבוע שעבר פרסם בנק ישראל את תנועות ההון הפיננסיות במשק בחודש דצמבר 2009. מנתוני בנק ישראל עולה, כי המשקיעים הזרים הקטינו בדצמבר בשיעור ניכר את היקף השקעתם במניות (62 מיליון דולר לעומת 561 מיליון דולר בנובמבר), ומממשים אחזקות באג"ח ממשלתי (בסך של 49 מיליוני דולרים, לעומת רכישות בסך של 429 מיליוני דולרים בנובמבר). המימוש באגרות החוב התרכז באגרות החוב מסוג שחר, כנגד רכישות של מק"מ בסך של כ- 210 מיליוני דולרים. נטו עמד היקף ההשקעה של תושבי החוץ בבורסה בת"א על 23 מיליון דולר בלבד בדצמבר 2009, לעומת 1.0 מיליארד דולר חודש קודם לכן.

ההשקעות הישירות של תושבי החוץ בישראל הסתכמו בדצמבר בכ- 533 מיליוני דולרים. **בחודשיים האחרונים נרשמה עליה בהיקף ההשקעות הזרות הישירות במשק.** השקעות אלו התרכזו בעיקר בענף הביוטכנולוגיה.

תושבי ישראל הגדילו בדצמבר את היקף השקעתם בחו"ל בהיקף ניכר, בדגש על המניות. בדצמבר רכשו תושבי ישראל מניות בחו"ל בסך של 1.18 מיליארד דולר, לעומת כמחצית מסכום זה בחודש הקודם, וממוצע חודשי של כ- 570 מיליוני דולרים ב- 2009. מתוך סכום זה, השקיעו הגופים המוסדיים סך של 900 מיליוני דולרים, והיתר הינו השקעות של המגזר העסקי ומשקי הבית.

בשנת 2009 נרשם גידול משמעותי בהיקף ההשקעה של הגופים המוסדיים במניות בחו"ל, בעיקר של קופות הגמל וחברות הביטוח, וזה הסתכם בכ- 5.3 מיליארדי דולרים, בהשוואה לכ- 2.0 מיליארד דולר בשנת 2007, וכמיליארד דולר ב- 2007.

באג"ח בחו"ל עמד היקף ההשקעה על 210 מיליוני דולרים, לעומת 286, ו- 102 מיליוני דולרים בנובמבר ובאוקטובר בהתאמה. חלק הארי של ההשקעה בוצע על ידי המגזר העסקי.

למידע נוסף צרו קשר :

לאונור טרקיאלטאוב
מנהלת מח' מט"ח
טלפון: 03-5193468
leonor@ibi.co.il

גיל חן
ראש דסק אג"ח
טלפון: 03-5193474
gil@ibi.co.il

איילת ניר
כלכלנית ראשית
טלפון: 03-5193458
ayelet@ibi.co.il

מני בן משה
מחלקה כלכלית
טלפון: 03-5193813
meni@ibi.co.il

יעל גוב-ארי
דסק אג"ח
טלפון: 03-5190351
yael_g@ibi.co.il

גיא לזרוביץ
דסק אג"ח
טלפון: 03-5190397
guy_l@ibi.co.il



אי.בי.אי. דסק יועצים
כל התשובות במרחק שיחה אחת
*6212